

2017年12月11日

西山煤电 (000983.SZ)

收购产能置换指标，产量扩张有望

■事件：12月11日，公司发布公告称，公司的子公司山西西山晋兴能源有限责任公司下属斜沟煤矿向山西焦煤集团下属煤矿购置产能共计210万吨；收购子公司西山庆兴煤业置换指标90万吨。同时，公司公告称公司拟以自有资金收购西山集团古交配煤厂的房屋建筑物、生产及辅助设施等固定资产。

■本次产能置换指标收购共花费4.13亿元：斜沟煤矿共向山西焦煤集团下属煤矿购置产能210万吨。其中，向山西焦煤集团官地煤矿购置88万吨；向山西焦煤集团杜儿坪煤矿购置产能92万吨；向白家庄矿业购置产能30万吨。另外从子公司西山庆兴煤业收购产能90万吨/年，花费1.24亿元。本次置换指标收购共花费4.13亿元。

■本次产能置换指标价格相对便宜：本次置换的产能指标按130元/吨收购（不含税，税率6%），与河北省今年6月产能置换指标成交均价181元/吨相比，公司收购指标相对低廉，较河北省指标便宜39.2%。

■斜沟矿产能或将扩张20%：受让方斜沟矿是国家煤炭工业“十一五”规划开工建设项目、国家“十一五”规划重点建设的十个千万吨级矿井之一和山西省重点工程。矿井设计能力为1500万吨/年，设计服务年限为71.7年，配套同等能力的选煤厂，收购产能置换指标后，斜沟矿产能将变为1800万吨/年，提升20%。

■上市公司明年产量或增长约300万吨，可贡献净利约2.56亿元：本次收购的指标主要来自集团或上市公司旗下停产矿井，完成产能核增后预计将从2018年开始贡献产量，假设满产的前提下，将贡献300万吨产量增量，占2016年产量的12.36%。晋兴能源上半年净利润为6.39亿元，以产量750万吨（假设开工率100%）测算，吨煤净利为85.25元/吨，测算得扩张的300万吨产量有望贡献净利2.56亿元。而我们预计明年炼焦煤均价将高于今年，相应可贡献利润有望超过2.56亿元。

■收购配煤中心，增强对发电业务上游生产设施的把控：公司的古交发电和兴能电厂均位于古交市，与收购配煤中心地理位置接近。公司计划利用该配煤厂为古交发电和兴能电厂共同提供配煤服务。本次收购有利于公司加强对发电业务上游关键生产设施的控制，确保生产组织有序运行。

■国改预期升温，集团有望注入资产：大股东山西焦煤集团为山西国

公司快报

证券研究报告

炼焦煤

投资评级 买入-A

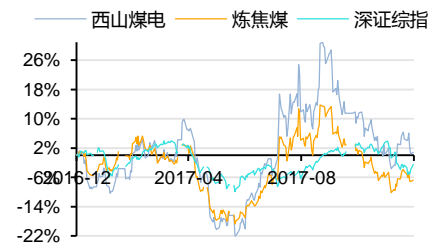
维持评级

6个月目标价：14.00元
 股价(2017-12-11) 9.32元

交易数据

总市值(百万元)	29,369.18
流通市值(百万元)	29,369.16
总股本(百万股)	3,151.20
流通股本(百万股)	3,151.20
12个月价格区间	7.22/12.10元

股价表现



资料来源：Wind 资讯

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.51	-18.31	1.91
绝对收益	0.65	-21.15	-5.35

周泰

分析师

SAC 执业证书编号：S1450517090001
 zhoutai@essence.com.cn

胡博

报告联系人

hubo@essence.com.cn
 010-83321067

相关报告

西山煤电：三季报符合预期，公司基本面向好/周泰	2017-10-25
西山煤电：中报符合预期，集团垄断优质焦煤市场/衡昆	2017-07-31

改亿吨级煤炭发展企业，未来将以打造全球第一大焦煤生产商为目标。西山煤电为集团旗下唯一煤炭资产上市平台，集团资产有望注入。根据公司公告梳理，集团 2016 年原煤产量 1.05 亿吨，假设去掉西山煤电的产量，集团还有 7600 万吨左右的空间。

■**投资建议：**预计 2017-2019 年公司归母净利为 17.56/23.77/25.22 亿元，折合 EPS 分别为 0.56/0.75/0.80。考虑煤炭板块整体景气回升，公司目前估值处于低位，同时公司为山西国改最具想象空间标的，给予“买入-A”评级，25XPE，6 个月目标价 14.00 元。

■**风险提示：**煤炭价格大幅下跌，国企改革低于预期

(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入	18,658.3	19,610.9	29,878.3	32,400.0	33,158.3
净利润	141.0	434.1	1,756.0	2,377.1	2,522.7
每股收益(元)	0.04	0.14	0.56	0.75	0.80
每股净资产(元)	5.09	5.21	5.50	6.21	6.95
盈利和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
市盈率(倍)	208.2	67.7	16.7	12.4	11.6
市净率(倍)	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3
净利润率	0.8%	2.2%	5.9%	7.3%	7.6%
净资产收益率	0.9%	2.6%	10.1%	12.2%	11.5%
股息收益率	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%
ROIC	3.2%	3.7%	9.5%	11.8%	14.0%

数据来源：Wind 资讯，安信证券研究中心预测

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	18,658.3	19,610.9	29,878.3	32,400.0	33,158.3	成长性					
减:营业成本	12,621.0	13,442.9	19,033.2	19,947.8	20,578.6	营业收入增长率	-23.5%	5.1%	52.4%	8.4%	2.3%
营业税费	693.1	711.3	1,195.1	1,296.0	1,326.3	营业利润增长率	-35.3%	156.5%	295.9%	34.3%	0.5%
销售费用	2,120.9	1,894.3	2,987.8	3,240.0	3,315.8	净利润增长率	-48.4%	207.8%	304.5%	35.4%	6.1%
管理费用	1,768.9	1,741.8	2,689.0	2,916.0	2,984.2	EBITDA 增长率	-9.7%	10.4%	61.2%	17.5%	-0.5%
财务费用	1,103.0	978.9	1,032.2	1,057.5	1,004.7	EBIT 增长率	-7.3%	23.3%	129.9%	26.0%	-0.7%
资产减值损失	87.2	200.3	100.0	100.0	100.0	NOPLAT 增长率	-16.3%	16.7%	168.9%	26.0%	-0.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	3.1%	4.1%	1.5%	-16.3%	1.6%
投资和汇兑收益	21.8	92.3	64.0	59.4	71.9	净资产增长率	1.5%	2.1%	6.7%	13.4%	11.8%
营业利润	286.1	733.7	2,904.8	3,902.1	3,920.5	利润率					
加:营业外净收支	25.0	-30.3	6.3	0.3	-7.9	毛利率	32.4%	31.5%	36.3%	38.4%	37.9%
利润总额	311.0	703.4	2,911.1	3,902.4	3,912.6	营业利润率	1.5%	3.7%	9.7%	12.0%	11.8%
减:所得税	100.4	252.4	727.8	975.6	978.1	净利润率	0.8%	2.2%	5.9%	7.3%	7.6%
净利润	141.0	434.1	1,756.0	2,377.1	2,522.7	EBITDA/营业收入	17.6%	18.5%	19.5%	21.2%	20.6%
						EBIT/营业收入	7.4%	8.7%	13.2%	15.3%	14.9%
						运营效率					
						固定资产周转天数	425	415	263	223	198
						流动资产周转天数	-66	-80	-45	-44	-46
						流动营业资本周转天数	263	265	228	294	350
						应收账款周转天数	102	95	87	94	92
						存货周转天数	52	56	44	47	47
						总资产周转天数	969	974	696	705	731
						投资资本周转天数	568	560	378	322	289
						投资回报率					
						ROE	0.9%	2.6%	10.1%	12.2%	11.5%
						ROA	0.4%	0.8%	3.5%	4.5%	4.2%
						ROIC	3.2%	3.7%	9.5%	11.8%	14.0%
						费用率					
						销售费用率	11.4%	9.7%	10.0%	10.0%	10.0%
						管理费用率	9.5%	8.9%	9.0%	9.0%	9.0%
						财务费用率	5.9%	5.0%	3.5%	3.3%	3.0%
						三费/营业收入	26.8%	23.5%	22.5%	22.3%	22.0%
						偿债能力					
						资产负债率	63.7%	64.0%	66.3%	63.9%	61.8%
						负债权益比	175.1%	178.0%	196.9%	177.0%	162.1%
						流动比率	0.70	0.64	0.87	1.04	1.21
						速动比率	0.56	0.50	0.72	0.89	1.06
						利息保障倍数	1.26	1.75	3.81	4.69	4.90
						分红指标					
						DPS(元)	0.00	0.01	0.03	0.04	0.05
						分红比率	4.5%	8.0%	5.3%	5.9%	6.4%
						股息收益率	0.0%	0.1%	0.3%	0.5%	0.6%

现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	210.6	451.0	1,756.0	2,377.1	2,522.7	EPS(元)	0.04	0.14	0.56	0.75	0.80
加:折旧和摊销	1,889.7	1,921.2	1,898.1	1,898.1	1,898.1	BVPS(元)	5.09	5.21	5.50	6.21	6.95
资产减值准备	87.2	200.3	200.0	200.0	200.0	PE(X)	208.2	67.7	16.7	12.4	11.6
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	1.8	1.8	1.7	1.5	1.3
财务费用	1,091.3	982.0	1,032.2	1,057.5	1,004.7	P/FCF	21.7	-34.6	11.7	3.6	16.3
投资损失	-21.8	-92.3	-64.0	-59.4	-71.9	P/S	1.6	1.5	1.0	0.9	0.9
少数股东损益	69.6	16.9	427.3	549.7	411.8	EV/EBITDA	10.1	11.4	7.5	5.3	5.0
营运资金的变动	-3,265.5	-108.0	-2,684.2	2,989.3	-2,422.3	CAGR(%)	140.4%	86.7%	84.1%	140.4%	86.7%
经营活动产生现金流量	944.4	2,622.5	2,565.4	9,012.3	3,543.0	PEG	1.5	0.8	0.2	0.1	0.1
投资活动产生现金流量	-2,367.8	-2,409.3	64.0	59.4	71.9	ROIC/WACC	0.4	0.4	1.1	1.4	1.6
融资活动产生现金流量	2,187.5	-1,573.5	-482.5	-351.6	-1,275.2	REP	3.0	3.1	1.3	1.0	0.8

资料来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

■ 公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6-12 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6-12 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6-12 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6-12 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

周泰声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	葛娇妤	021-35082701	gejy@essence.com.cn	
	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn	
	许敏	021-35082953	xumin@essence.com.cn	
	章政	021-35082861	zhangzheng@essence.com.cn	
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn	
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn	
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn	
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn	
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn	
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn	
	北京联系人	王秋实	010-83321351	wangqs@essence.com.cn
		田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
		李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
周蓉		010-83321367	zhourong@essence.com.cn	
深圳联系人	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn	
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn	
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn	
	巢莫雯			

安信证券研究中心

深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

上海市

地址： 上海市虹口区东大名路638号国投大厦3层

邮编： 200080

北京市

地址： 北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编： 100034